

航锦科技 (000818) 2021 三季度报点评: 化工、军工、电子三大板块共同发展, 多项指标 持续向好

行业分类: 国防军工

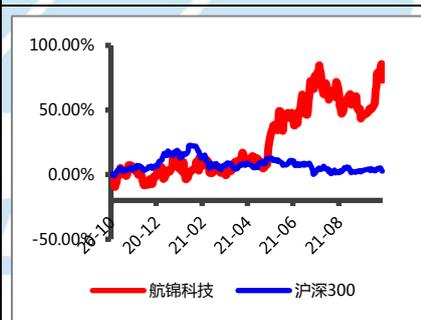
2021 年 10 月 28 日

公司投资评级	买入
股价(2021.10.28)	34.20
目标价格	38.00

基础数据 (2021.10.28)

上证指数	3518.42
总股本(亿股)	6.83
流通 A 股(亿股)	6.76
2021Q3 资产负债率	25.01%
2021Q3ROE(摊薄)	19.02%
PE(TTM)	33.80
PB(LF)	6.98

公司近一年与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

- **事件:** 公司 10 月 28 日发布三季度报, 2021Q1-Q3 营业收入 34.70 亿元 (+40.80%), 归母净利润 6.36 亿元 (+251.21%), 扣非归母净利润 6.14 亿元 (+255.31%), **Q3 单季度营业收入 11.77 亿 (+24.31%), 环比增长 5.00%, 归母净利润 2.28 亿 (+141.34%), 环比增长 16.92%。**前三季度毛利率 29.27%(+10.11pcts), 净利率 17.71%(+10.61pcts)。

➤ 投资要点:

- **化工、军工、电子三大板块共同发展, 营收、净利润实现高速增长**
 公司战略方向为“化工、军工、电子”三大板块共同发展的经营策略, 以化工、军工板块为底层资产, 做大做强电子板块。随着化工行业产业链景气周期的到来, 化工板块为公司发展提供了较为充足的现金流; 继收购长沙韶光和威科电子后, 军工板块通过三年的经营, 经营情况较为稳定, 业绩保持平稳增长; 电子板块由泓林微、威科射频、武汉导航院等主体构成, 是公司重点培育发展的企业。
- **化工、军工板块高景气, 多项财务持续向好**
 公司 2021Q1-Q3 综合毛利率 29.27% (+10.11pcts), 净利率 17.77% (+10.67pcts), ROE 19.02% (+12.62pcts), 我们认为, 公司经营指标大幅提升一方面主要是公司化工板块在规模快速扩张的情况下, 主要化工品(聚醚、环氧丙烷等)处于景气周期, 产品价格上涨, 盈利能力持续提升, 带动公司化工板块毛利率大幅提升; 另一方面是公司军工电子板块保持高景气度, 2021H1 公司军品毛利率提升 7.54%。
- **高度重视军工、电子产品研发, 研发费用高速增长**
费用端来看,公司 2021Q1-Q3 整体费用保持增长, 其中管理费用 1.29 亿 (+10.52%), 销售费用 0.45 亿 (-19.73%), 财务费用 0.23 亿 (-22.79%), 研发费用 1.07 亿 (+79.80%), 根据公司 2021 年中报披露, 公司持续加大研发方面的投入, 长沙韶光依托曾在体系内深耕多年、具备深厚设计研发能力的科研团队, 瞄准特殊领域模拟市场, 坚持横向开发、自主投入的模式, 同时引入高端技术人员, 并与各高校实验室、军工科研院所形成合作, 加强核心技术储备, 确保在军工、电子领域中领先优势。
资产负债端来看,公司 2021 前三季度应收账款+应收票据合计 8.94 亿, 较年初增长 2.05%, 主要是公司规模扩大所致; 存货 5.02 亿, 较年初增长 15.14%; 应付账款 3.88 亿, 较年初减少 19.33%, 公司预付账款 1.14 亿, 较年初增长 248.19%, 主要系预付原料款增加所致。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637

● **现金流情况大幅好转，支持公司科技转型**

公司经营活动现金流 4.70 亿 (+321.92%)，主要是公司化工板块处于景气周期，产品销售价格上涨为公司发展提供了较为充足的现金流。公司前三季度资产负债率仅 25.01%，目前公司战略定位为武汉市属国资控股高科技上市平台，充足现金流为公司实现双轮驱动的集成电路战略转型方向提供了坚实的资金来源。

● **北方氯碱化工界领先**

公司是东北最大的氯碱化工企业，区域优势明显，在地区中长期占据主导地位，并深度受益于中央“供给侧改革”。公司核心产品烧碱、环氧丙烷、聚醚分别具备 42 万吨、12 万吨、15 万吨的生产产能，产品畅销海内外，拥有良好的市场信誉和忠诚的客户群体。公司始终在产品、客户端积极开拓新的应用领域，部分产品可用于医药领域中间体，作为合成高分子材料添加剂的重要原料已向下游医药客户供应。此外，公司化工主要产品烧碱、聚醚、盐酸 2018 年后分别通过食品级认证，进入食品行业，成为金龙鱼油、梅花生物等企业的供应商。

● **长沙韶光专注军工核心芯片，稀缺性优势显著。**长沙韶光是我国军用集成电路系列产品的供应商，产品广泛应用于航空、航天、兵器、船舶、电子等领域，客户体系涵盖了我国各大军工集团及下属单位、民营军工企业等国内重点武器装备生产企业。威科电子主要产品为厚膜集成电路，并且在标准厚膜混合集成电路领域有着近三十年的生产和销售经验，产品在军工、航天等高端领域拥有广阔的市场空间。公司产品包括总线控制器、微控制器、DSP、FPGA、CPLD、GPU、模拟芯片等，主要服务于军用客户，公司在 GPU 领域技术积累超过 10 年，军用集成电路属于高度定制化的专用集成电路产品，相关产品经历的设计生产环节复杂，且需要供应商、客户等多方参与和配合。因此下游军工企业对供应方资质能力要求较高，且产品定型后不轻易更换供应商，使得先发企业具有明显的市场优势。目前我国军用集成电路行业内生产企业数量不多，潜在竞争对手较难进入，整个行业处于有序竞争格局。

● **武汉导航院深耕北斗 3 芯片，长期关注新兴高精度北斗导航应用拓展。**武汉导航院研制的拥有完全自主知识产权的以北斗 3 为核心，兼容 GPS 等其它卫星导航系统的多系统多频率卫星导航高性能 SOC 芯片，可摆脱对固定的定位基站的依赖，可摆脱对美国 GPS 系统的依赖，并大幅度降低成本，实现大量普通设备均可装载北斗导航芯片，真正实现北斗导航产品全面应用于社会生活的各个领域。目前，全球已有 120 余个国家和地区使用北斗系统。我们认为，在当前北斗空间段已经完成建设，卫星应用开始向民用领域快速拓展，北斗应用产业将有望在十四五期间呈现高景气度发展。

● **5G 基站建设大潮，5G 基站天线量价齐升。**泓林微加码设计射频芯片。2020 年 1 月 7 日，航锦科技股份有限公司控股公司泓林微电子（昆山）有限公司在原有天线业务基础上进行技术延伸和拓展，正式涉足射频芯片领域。5G 基站建设拉动公司天线业务总量提升，同时，5G 基站相比 4G 基站单站天线价值量提升，泓林微有望进入业绩高增长期。

● **高速高频材料国产化加速。**威科射频受益 PCB 材料高频高速、国产化趋势，发展高频材料是国内高频电路板行业崛起的必由之路。根据 Prismark 统计，2018 年全球 PCB 产业总产值达 623.96 亿美元，同比增长 6.0%，中国作为全球 PCB 行业的最大生产国，占全球 PCB 行业总产值的比例已由 2000 年的 8.1% 上升至 2018 年的 52.4%，我国印制电路板总体体量大，但高端高频线路板和产业规模不匹配，存在从无到有的庞大增量潜力，威科射频在新一轮电子新材料国产化浪潮中占据先发优势。我们认为国产替代与上游高频高速覆铜板爆发式增长将给威科射频发展带来机会。

➤ **投资建议：**

我们认为，公司遵循“化工、军工、电子”三大板块共同发展的经营策略，以化工、军工板块为底层资产，做大做强电子板块，化工板块当前处于行业景气周期，化工品价格维持高位提振公司规模、毛利率；军工板块受益“十四五”期间军工信息化、自主可控逻辑，产品谱系从数字芯片向模拟芯片扩张，迎来业绩新增长点，电子板块业务受益 5G 基站建设大潮拉动天线需求，泓林微发力射频芯片，威

科射频受益高速高频材料国产化趋势。基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 49.79 亿元、53.83 亿元和 58.81 亿元，归母净利润分别为 8.96 亿、10.28 亿、11.41 亿，EPS 分别为 1.31 元、1.51 元、1.67 元，公司 10 月 28 日收盘价 34.20 元，对应 2021-2023 年 PE 为 26.05 倍，22.71 倍，20.44 倍。基于公司所处行业地位以及产品未来的发展前景，我们维持“买入”评级，目标价 38.00 元，对应 2021-2023 年 PE 分别为 28.94 倍、25.24 倍、22.72 倍。

- 风险提示：军品放量进度不及预期；化工品价格回落的风险；5G 基站建设进度放缓的风险；
- 盈利预测：

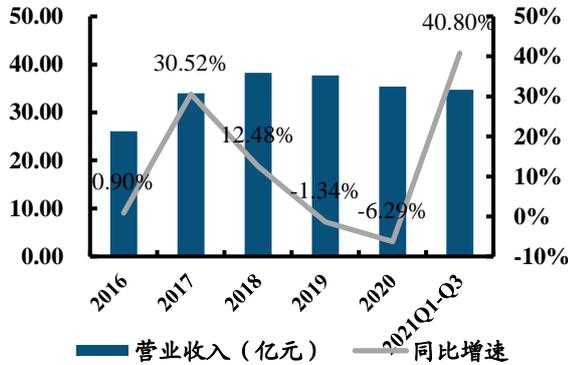
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3536.49	4979.38	5383.69	5881.33
增长率	-6.29%	40.80%	8.12%	9.24%
归属母公司股东净利润	236.20	896.32	1027.81	1141.92
增长率	-22.98%	279.48%	14.67%	11.10%
每股收益 (EPS)	0.35	1.31	1.51	1.67

数据来源：WIND，中航证券研究所



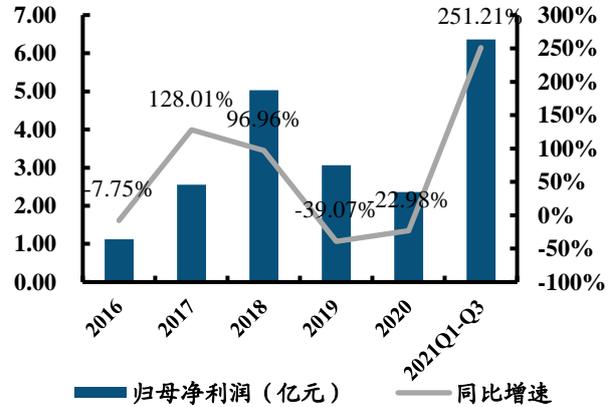
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司营业收入及增速情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司归母净利润及增速情况



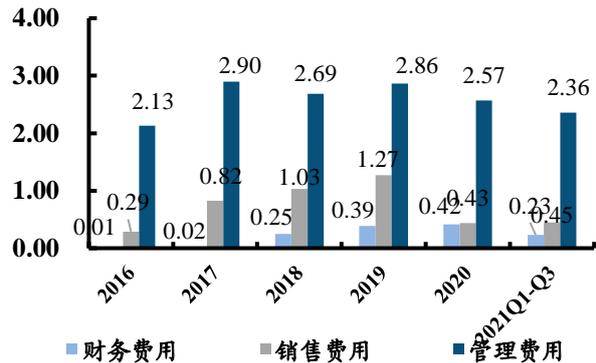
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司毛利率及净利率情况



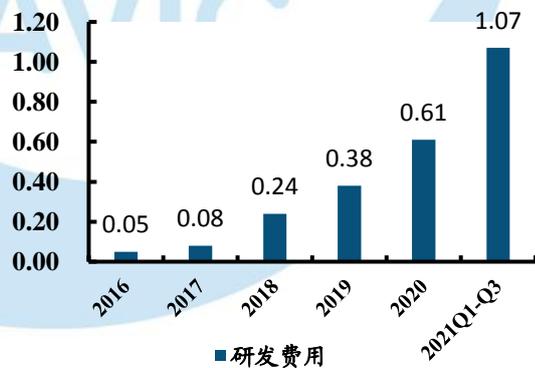
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司三费情况 (亿元)



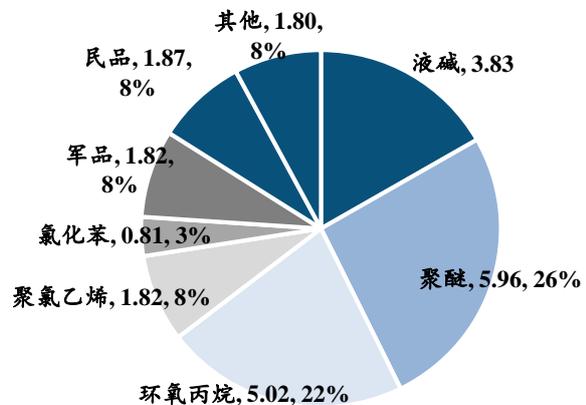
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司研发费用情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司 2021H1 产品结构 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所



利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3536.49	4979.38	5383.69	5881.33
营业成本	2791.76	3537.85	3785.81	4132.22
营业税金及附加	50.90	16.93	18.84	26.47
销售费用	43.48	55.77	71.06	79.99
管理费用	196.06	290.80	326.25	354.06
财务费用	41.50	43.03	14.73	-17.17
资产减值损失	-83.36	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.39	0.21	0.24	0.67
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	267.39	1035.21	1167.23	1306.44
其他非经营损益	-3.93	-3.15	-3.63	-3.22
利润总额	263.46	1032.06	1163.60	1303.22
所得税	36.80	146.28	162.80	183.08
净利润	226.66	885.78	1000.80	1120.14
少数股东损益	-9.54	-10.54	-27.01	-21.78
归属母公司股东净利润	236.20	896.32	1027.81	1141.92
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	374.83	896.29	1433.84	2136.51
应收和预付款项	925.26	2162.57	1799.35	2553.96
存货	435.64	522.57	575.08	624.26
其他流动资产	79.93	69.94	75.75	81.06
长期股权投资	17.64	17.64	17.64	17.64
投资性房地产	41.34	20.67	24.11	25.84
固定资产和在建工程	1294.37	1108.15	901.11	674.72
无形资产和开发支出	1512.10	1492.78	1473.47	1454.15
其他非流动资产	147.77	135.08	121.85	107.36
资产总计	4828.88	6425.68	6422.19	7675.50
短期借款	848.95	965.72	0.00	0.00
应付和预收款项	616.93	858.77	883.83	984.34
长期借款	51.82	51.82	51.82	51.82
其他负债	154.27	196.52	132.89	165.55
负债合计	1671.98	2072.83	1068.55	1201.71
股本	682.61	682.61	682.61	682.61
资本公积	871.48	871.48	871.48	871.48
留存收益	1346.32	2242.65	3270.46	4412.38
归属母公司股东权益	2877.34	4083.82	5111.63	6253.55
少数股东权益	279.56	269.02	242.01	220.23
股东权益合计	3156.90	4352.84	5353.65	6473.79
负债和股东权益合计	4828.88	6425.68	6422.19	7675.50
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	181.35	340.68	1745.09	900.09
投资活动现金流净额	-441.79	-181.63	-205.88	-203.18
筹资活动现金流净额	297.48	362.41	-1001.65	5.76
现金流量净额	37.14	521.45	537.55	702.67

数据来源: WIND, 中航证券研究所

注：表中管理费用中均包含研发费用



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

宋博, SAC 执业证书号: S0640520090001, 北京航空航天大学硕士, 中航证券研究所军工分析师

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。